

2010년 10월 23일

국도화학(007690)

BUY

국도화학 굳~뜨!!

✓ 적절한 타이밍의 공장 Capa 증설

- 7만 2천톤 규모의 공장 Capa 증설
- 선진국 경기 회복 및 이머징 마켓의 성장으로 에폭시 수지 수요 증가
- 중국발 환경규제 및 전력난으로 중국 내 에폭시 수지 생산 감소
- 이미 중국은 에폭시 수지 과부족 상황, 2012년 우리나라도 과부족 발생

✓ 원재료 가격 상승? 스프레드가 더 증가!!

- 수요에 비해 공급이 부족한 현재 상황
- 원재료 가격 상승은 스프레드를 확대하여 마진률은 오히려 상승

✓ 풍력 블레이드용 에폭시 수지

- 연평균 성장률 21%에 달하는 세계 풍력 발전
- 에폭시 수지는 풍력 발전기 부품의 22% 이상 차지
- 2009년, 동사의 풍력 블레이드용 에폭시 수지, 독일 GL사 인증 획득

적정주가:

82,600원

현재주가:

55,000원 (11/12 기준)

상승여력: 50%

시가총액 3,196억원

ROE 10.37%

ROA 6.73%

영업이익률 5.21%

배당수익률 1.36%

P/E Ratio 14.11

P/B Ratio 1.41

주요주주:

Nippon Steel Chemical
(22.38%)

이삼열 외 2인 (21.36%)

신영자산운용외24인
(8.14%)



SMIC 리서치 3팀

팀장 주은환

팀원 류희달 복철수

조주헌 최유경

1. COMPANY

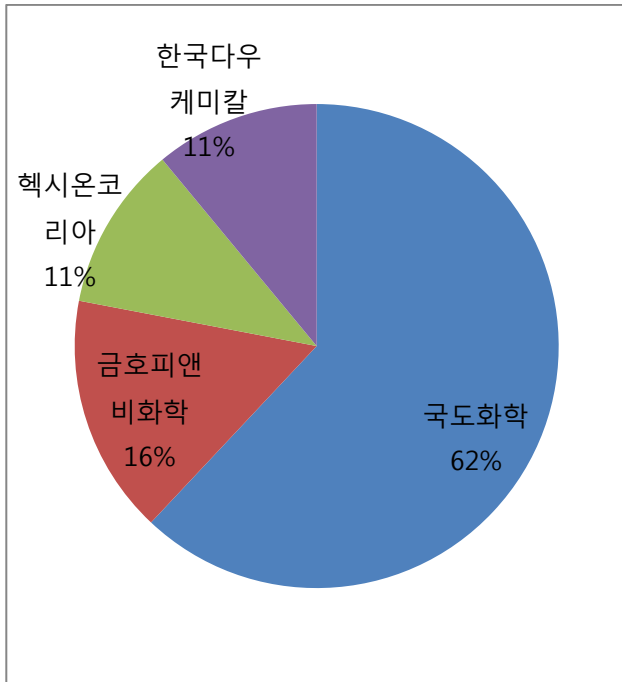
Side comment

동사는 국내 1위, 세계 3위의 에폭시 수지 생산 업체로 2010년 반기 매출액이 전년 동기 대비 59% 증가하였다.

1.1. 기업개요

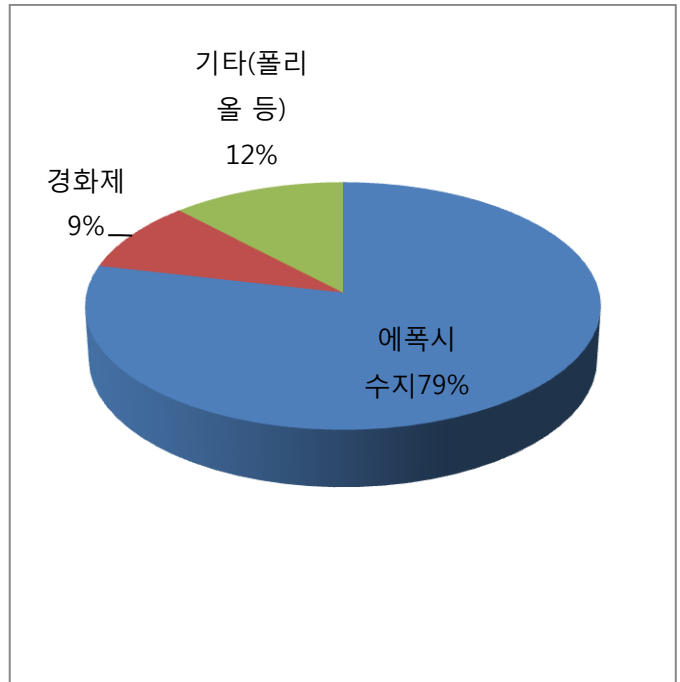
동사는 에폭시 수지 전문 생산업체로 2010년 6월말 기준 연간 24만톤(중국 법인 생산 능력 8.5만톤 제외)의 생산 능력을 바탕으로 국내 1위의 시장 점유율(60% 이상, 동사 추정)(차트1참조)과 세계 4위 수준의 생산량을 확보하고 있다. 국내에는 서울, 익산, 부산, 시화에 제조 공장을 가지고 있으며 2010년 반기 평균 가동률이 99% 달한다. 2010년 반기의 매출액은 3,010억원으로 전년동기의 1,893억원보다 1,117억원(59.0%) 증가하였고 매출 구성은 유기화학제품(에폭시 수지, 경화제 등)이 87%, 합성수지원료가 13%를 차지하고 있다. (차트2참조)유기화학제품은 전기전자나 자동차 선박 등의 도료, 토목 건축 분야에 사용되고 합성수지원료는 고급표백제나 소독 살균, 지력증강제 등에 사용된다. 동사의 매출에서 내수가 36%, 수출은 Local 포함하여 64%를 차지한다. 사업에서 특별히 계절적 수요의 변동은 없으며, 전방산업의 호황 여부에 따라서 수요변동의 영향이 있다.

차트1. 국내에폭시수지시장 점유율(2009, 생산능력 기준)



출처: IR, SMIC Research team.3

차트2. 매출 구성 (2009)



출처: 09년 사업보고서, SMIC Research team.3

1.2. 에폭시 수지란 무엇인가?

에폭시 수지는 전 산업 분야에 필수적이고 기능성 원자재이다.

에폭시 수지는 화학성분에 대한 저항성, 내구성이 뛰어나 주로 코팅재, 방수재의 용도로서 쓰인다. 에폭시 수지는 도료(조선, 자동차 등), 전기/전자(그림2참조), 토목/건축 등 전 산업분야에서 필수적인 고기능성 원자재로서 사용되고 있다.(차트3참조) 최근에는 복합소재분야에서 풍력 블레이드용 핵심소재인 에폭시 수지와 우주항공분야, 정보통신기술분야에 응용되는 등 고부가가치 상품으로 거듭나고 있다.

용도를 알기 쉽게 살펴보면 전기 전자 부분의 PCB와 절연재, 자동차 선박 등의 도료, 각종 접착, 바닥재 등이다. 에폭시 수지는 ECH(에피클로로히드린)와 BPA(비스페놀 A)의 중합으로 만들어지며 이때, BPA의 비중이 높게 반응하면 액체상의 수지가 형성되고, 낮은 비율에서는 고체상의 수지가 형성된다. 에폭시 수지의 주원재료는 ECH, BPA로 에폭시 수지 가격의 80%를 상회하는 높은 비중을 차지하고 있다. 때문에 주원재료 가격 변동에 따른 수익변동성이 내재되어 있으나 동사는 높은 점유율에 기반하여 매출원가 대 매출액 비율을 일정 수준 유지하고 있다.(차트4참조) 또한 주원재료 가격의 상승폭을 제품 가격에 전가하고 있는데 이는 후에 투자포인트에서 다루겠다.

차트3. 에폭시 수지 수요 비중(2009)

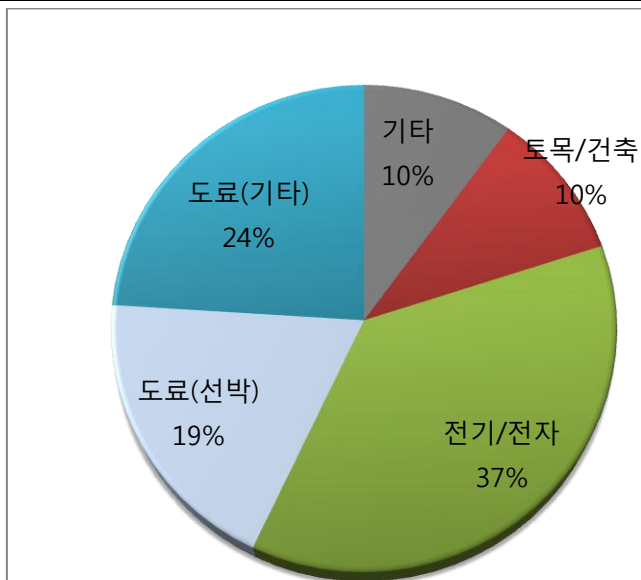


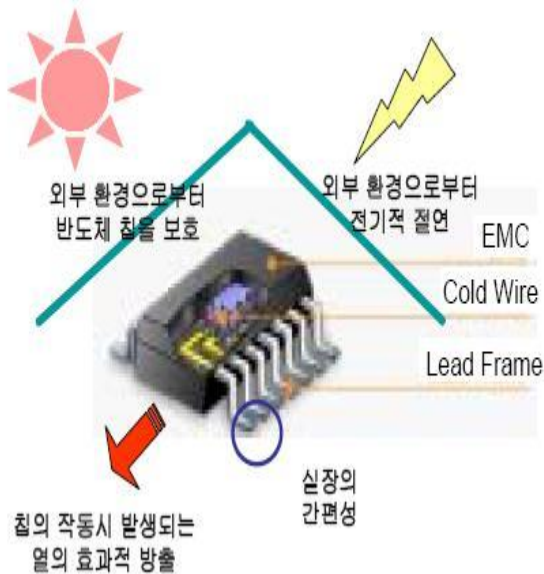
그림1. 에폭시 수지 바닥코팅 전, 후



출처: IR, SMIC Research team.3

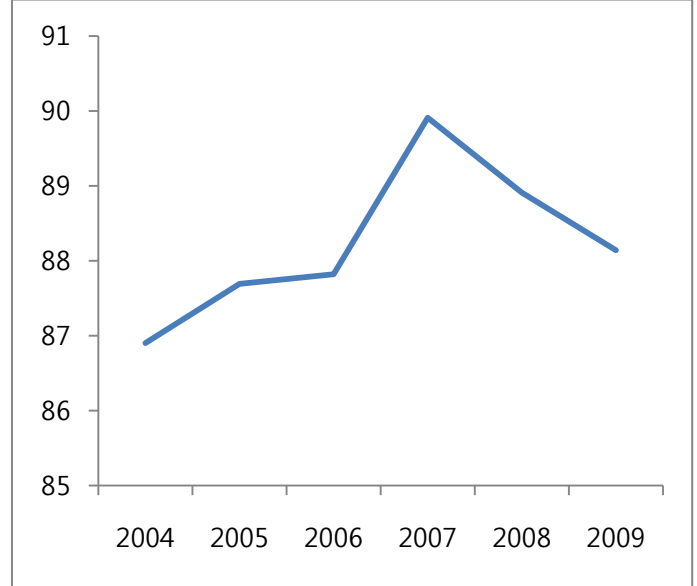
출처: 우신에이스㈜

그림2. 반도체 봉지제에 쓰이는 에폭시 수지



출처: IR, SMIC Research team.3

차트4. 동사 매출원가 대 매출액 비율 추이 (단위 : %)



출처: 사업보고서, SMIC Research team.3

1.3. BM(Business Model)

동사는 에폭시 수지의 원재료인 ECH, BPA를 구입하여 에폭시 수지를 생산, 판매하고 있다.

동사는 유기화학제품과 합성수지원료를 생산, 구입, 판매하는 회사이다. 동사가 생산, 판매하는 제품으로는 유기화학제품군으로 분류되는 에폭시 수지, 경화제, 폴리올 등이 다. 그밖에 상품군으로 분류되어 동사가 구입, 판매하는 품목으로는 합성수지원료, 가성소다, 아염산소다, 폴리올, 지력증강제 등이 있다

동사의 주력 제품은 에폭시 수지로 주요 원재료인 BPA와 ECH를 구입하여 에폭시 수지를 만들어 국내, 중국, 미국, 유럽 등에서 판매하고 있다. 전체 수출액 중 미국과 유럽으로의 수출이 30%에 달한다. 제품생산에 필요한 주요 원재료 중 BPA는 국내의 LG화학, 금호피앤비화학, 계열사인 신일철화학 등에서 조달하고 있고, ECH는 삼성정밀화학, 한화석유화학, 한국다우케미칼 등에서 조달하고 있다. 해외에서는 Japan, Netherlands, Israel, Taiwan, 독일, 미국 등에서 나머지 소요량을 조달하고 있다. 동사는 ECH, BPA를 구입하여 생산한 에폭시 수지를 다양한 매출처에 공급하고 있다. 도료용은 KCC와 아이피케이, 전기/전자용은 제일모직, 토목/건축용은 노루페인트, 접착제/기타용은 제비표페인트에 공급하고 있다. 또한 미국의 3M과 듀폰에 수출하고 있다.(그림3참조)

동사는 지속적으로 Capa 증설을 하고 있으며 고부가가치 제품을 개발하고 있다.

에폭시 수지는 쓰임이 매우 다양하기 때문에 동사는 지속적인 연구로 각 산업 분야에 맞는 고부가가치 에폭시 수지를 개발하고 있다. 가령, 재생에너지 시장이 성장함에 따라 풍력 발전 블레이드용 에폭시 수지를 개발하여 2009년 4월, 이 분야의 국제 인증인 독일 GL 인증을 획득하였다.

그림3. Value Chain



출처: IR, SMIC Research team.3

1.4. 재무

동사의 매출액은 꾸준히 증가하고 있다.

동사의 매출은 꾸준히 증가하고 있는 추세이다. 2009년에 예외적으로 매출액 증가율이 마이너스를 기록했는데 64%의 높은 수출 의존도를 가지고 있는 동사가 유럽, 미국 등의 경제위기에 영향을 받은 것으로 보인다. 그런데 아시아를 중심으로 글로벌 경기가 회복되고 전방산업의 점진적인 수요 증가세에 힘입어 판매가격 인상이 이루어지고 있으며 2010년에는 59%의 높은 매출액 증가율을 기록했다. 또한 2007년 이후로 5%대의 꾸준한 영업이익률을 유지하고 있다. (차트5참조) 당분간 도료, 전기 전자분야를 중심으로 한 수요 성장세가 지속될 전망이어서 원재료가격 인상추세에도 불구하고 판매가격으로의 적절한 반영을 통해 양호한 채산성 유지가 가능하다.

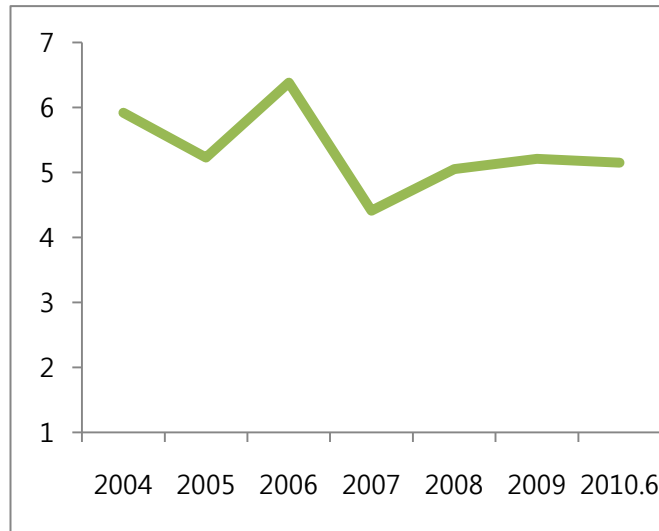
당기순이익의 변동은 증가하는 수요 충족을 위한 Capa 증설 때문이다.

당기순이익증가율이 2008년 120.41%, 2009년에는 -22.45%를 기록하는 등 큰 폭으로 요동치는 양상을 보이는데 이는 앞서 언급했듯 넘쳐나는 수요를 충당하기 위해 동사가 지속적으로 Capa 증설에 투자하고 있기 때문이다. (차트6참조) 전세계적으로 에폭시 수지 수요가 계속 증가하고 있는 추세라 동사는 공급을 늘리기 위해 지속적으로 설비 증설을 하고 있다. 설비에 대한 투자 때문에 2000년부터 90% 초 중반의 사내유보율을 유지하고 있으며 당기순이익의 감소가 유형자산의 증가에 1년 정도 선행하고 있다. 2011년에는 부산 공장의 Capa 증설이 완료될 계획이다. 또한 부채비율을 50%대로 유지하여 전반적인 재무안정성이 우수한 수준이다.

2010 년 반기 기준 총차입금 중 단기성차입금(단기차입금+유동성장기부채)은 189억 원으로 48.5%의 비중을 차지하고 있는데 영업현금창출력과 537억원의 현금성자산을 감안하면 상환부담은 낮은 수준으로 판단된다.(차트7참조) 또한 Cash Conversion Cycle 이 지속적으로 감소하며 현금흐름이 개선되고 있는 것으로 분석할 수 있다.(차트8참조)

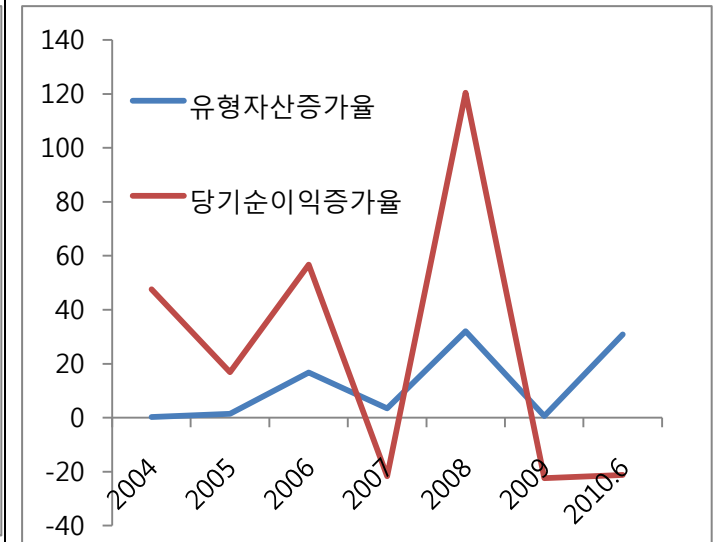
차트5. 동사 영업이익률 추이

(단위 : %)



출처: Infomax, SMIC research team.3

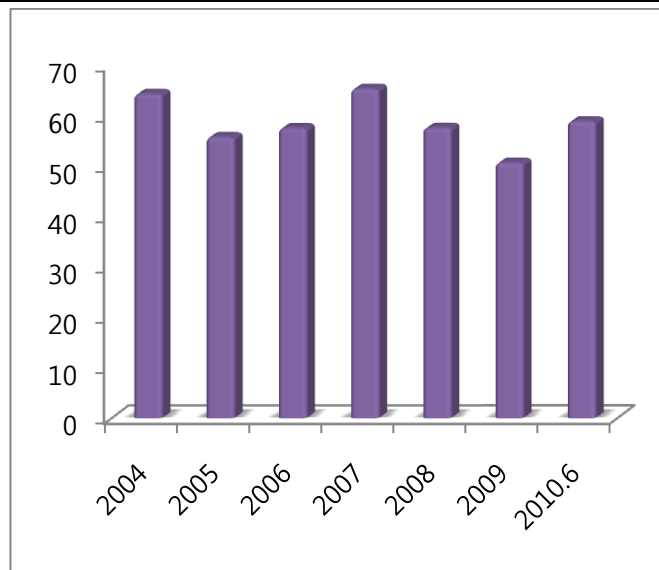
차트6. 유형자산과 당기순이익 증가율 추이 (단위 : %)



출처: 사업보고서, SMIC research team.3

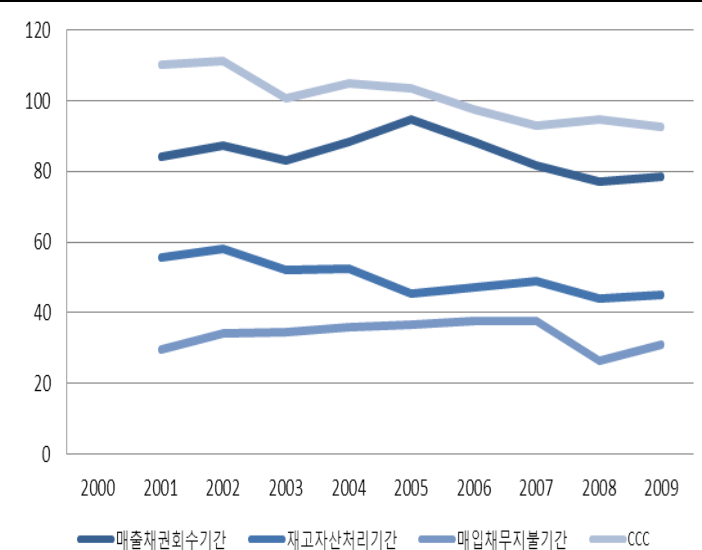
차트7. 동사의 부채 비율

(단위 : %)



출처: 사업보고서, SMIC Research team.3

차트8. Cash Conversion Cycle



출처: 사업보고서, SMIC Research team.3

1.5 경쟁사 분석

높은 시장 점유율과 적극적인 Capa 증설로 국내 시장을 선도하고 있다.

동사는 국내에서 60%의 높은 시장 점유율을 보유하고 있으며 한국다우케미칼, 금호 피앤비화학, 헥시온코리아와 에폭시 수지 시장에서 경쟁하고 있다. 국내 증권시장에 상장된 기업은 동사가 유일하다. 동사가 2011년 2월까지 7만2천톤 규모의 Capa 증설하고 있는 반면 경쟁사들의 증설 계획은 매우 적거나 파악되지 않고 있다. 코오롱이 올 상반기까지 전자재료용 에폭시 수지 증설을 했지만 코오롱의 총 생산량은 2만4천톤으로 동사의 10분의 1에 불과하다.

동사는 세계 4위의 에폭시 수지 생산 능력을 갖추고 있다.

한편, 한국다우케미칼과 헥시온코리아는 각각 다우케미칼과 헥시온의 한국 법인으로 세계 에폭시 수지 시장에서도 동사와 경쟁 중이다. 세계 시장에서 동사는 헥시온(다국적), 다우케미칼(미국), 헨츠만(미국)에 이어 난야에폭시(대만)와 앞치락 뒤치락하며 4위권의 생산능력을 갖췄으며 시장 점유율은 2011년 말 9.7% 정도로 예측된다.

2. 산업소개

2.1. 에폭시 수지 시장 규모

국내 시장규모는 13만 달러 수준

우리나라 에폭시 수지 시장 규모는 올해 2010년 기준 37만 9천 톤 정도(사업보고서)이고, 세계 에폭시 시장 규모는 152만 32천 톤 정도(IR)로 각각 13만 달러, 55만 달러(10월 에폭시 수지 가격 기준) 규모의 시장이다. 현재 에폭시 수지가 주로 사용되는 곳은 앞에서 언급한 조선/자동차, 건축, 전기전자 부문이며 그 외에 풍력 발전 블레이드 부문에서 그 수요가 늘어날 것으로 보인다.

2.2. 에폭시 수지 시장 전망

국내는 물론 전세계 시장에서 에폭시 수지 사용량은 늘어날 전망이다. 에폭시 수지의 주 수요 시장인 조선/자동차사업, 건설 분야, 전기전자 부문과 새로운 시장인 풍력 발전 블레이드 부문으로 나누어서 전망을 살펴보자.

2.2.1. 조선/자동차 산업

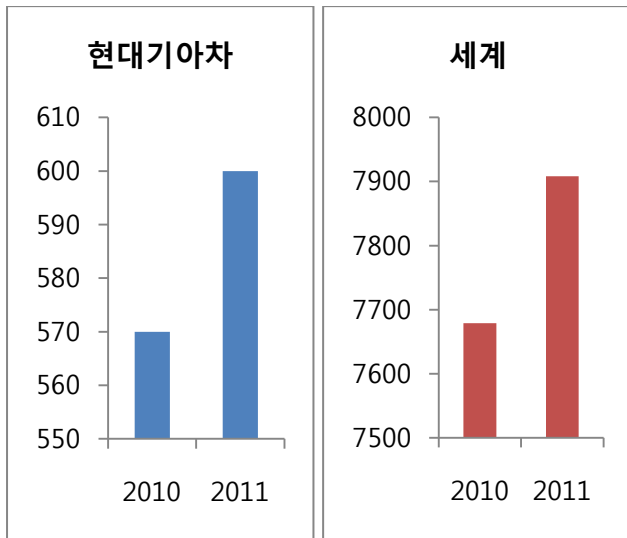
조선/자동차 사업의 호황으로 인한 에폭시 수지 수요 증가

에폭시 수지는 선박 또는 자동차의 도료로 사용된다. 에폭시는 선박 또는 자동차의 도료로 사용된다. 자동차업의 경우, 생산량을 늘리는 추세다. 국내 회사인 현대기아차의 경우, 그 생산량을 올해 570만대에서 600만 대까지 늘릴 것이라고 한다. (차트 9 참조)

조선업의 경우, 2008 년 경기 침체 이후에 상당한 타격을 받았으나 지식경제부와 한국조선협회에 따르면 지난 1 분기 우리나라 선박 수주량은 154 CGT (표준 화물선 환산 톤수)로 지난해 같은 기간보다 195% 늘었고, 회복세를 보이고 있다.(차트 10 참조) 이러한 상황에서 자동차와 선박의 페인팅에 필수적으로 사용되는 에폭시 수지 도료의 사용량 또한 늘어갈 것이다. 또한 기술 발달로 에폭시 수지의 경량화가 진행되면서 항공 분야까지 에폭시 수지 수요가 확대될 전망이다.

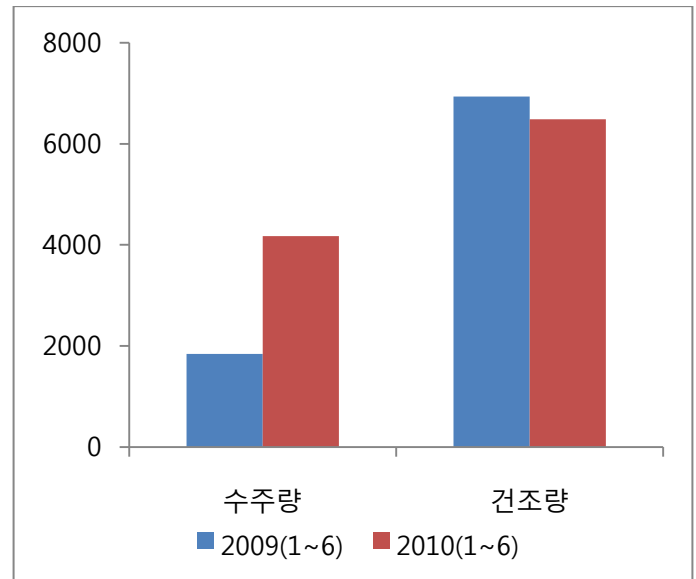
차트9. 자동차 생산량(예상치)

(단위: 만 대)



출처: 한국자동차산업연구소

차트10. 국내 선박 수주량/건조량 (단위 : 1000 CGT)



출처: 한국 조선 협회

2.2.2. 건설 분야

건설업 부양책에 의한 건설업 성장과 에폭시 수지 바닥재의 수요 증가

2008 년 경기 침체 이후 건설업의 경기는 침체되었지만 현 정권이 대운하 사업 등을 전개해 나가며 건설업 부양책을 계속 펼치고 있고 경기가 좋아지면서 조금씩 회복세를 보이고 있다. 에폭시 수지는 건설업에서 콘크리트 접착제와 내부 페인팅 도료로 사용되므로 그 수요량이 늘어갈 것이다. 또한 도로 포장용으로도 에폭시 수지가 사용되는데, 실제로 중국의 도로 포장 공사로 인해 엄청난 양의 석유화학 제품이 사용되었고, 지금도 계속되고 있다.

이 뿐 아니라 에폭시 수지는 바닥재 또는 바닥코팅제로 사용되는데 점점 고급스럽고 오래가는 바닥코팅제가 사용되는 추세이다. 이러한 이유로 '투명 에폭시 수지' 시공의 점유율이 높아가고 있는 추세이며, 현재 시장 점유율은 10%정도이다.

2.2.3. 전기전자 부문

스마트폰 수요 증가 전자재료용 에폭시 수지는 세계시장 규모가 연간 20~30%씩 성장하고 있다.
→전자회로기판 수요 전자재료용 에폭시 수지는 반도체와 전자회로기판(PCB) 제조 등 정밀한 작업에 주로
증가→에폭시 수요 쓰이고 일반 에폭시 수지보다 가격이 비싸 부가가치도 높다. LED TV 및 스마트폰의
수요 증가로 호조로 관련 제품인 메탈 PCB 매출 증가로 PCB의 성장세가 계속 되고 있다. 에폭시 수지는 이러한 회로기판 또는 반도체의 제작에 들어가므로 전자재료용 에폭시 수지 수요가 늘어가고 있다. (방열 기능을 갖추고 있어 그 가격 또한 높다.)

2.2.4. 풍력 발전

풍력 발전의 성장으로 고부가가치재인 블레이드용 에폭시 수요가 상승할 것 풍력 발전 날개에서 에폭시 수지가 차지하는 비중은 약 25% 수준에 달하는데, 블레이드용 에폭시 수지는 그 제작도 어렵고 일반 에폭시 수지와 다른 고강도 에폭시 수지이기 때문에 그 가격이 2 배 이상이다. 현재, 풍력 발전은 친환경 대체 에너지로 각광 받고 있으며, 2010 년 기준 그 규모가 50 조원 정도이다. 이 중 에폭시 수지 시장은 올해 1 조원으로 예상되며 매년 10% 이상 성장하고 있어, 내년 세계 블레이드용 에폭시 수지 시장은 2 조 3 천 억원에 달할 것이라고 생각된다. 우리나라의 현재 풍력 발전 시장은 100 억원 정도 밖에 안 되는 작은 시장이지만 이 또한 서해안 풍력 단지의 개발을 시작으로 증가할 것이다. 그러나 풍력 블레이드 산업의 특성상 그 안정성을 인정 받기가 힘들어 기존에 시장에 제품을 판매한 헥시온 케미칼과 다우케미칼 두 업체가 독점하고 있는 상황이다.

2.3. 원재료 가격 상승

유가, 환율, 중국의 규제 정책에 따른 원재료 가격 상승 에폭시 수지의 주 재료는 BPA 와 ECH 이다. 이 두 원료는 석유 가공 제품으로 2010 년 유가가 계속 70 달러 이상을 유지하면서 BPA 와 ECH 가격 또한 덩달아 상승했다. 에폭시 수지의 원재료 가격은 유가 이외에도 환율 등의 영향을 받는다. 또한 현재 중국에서 전력문제 및 정부의 오폐수 처리 규제 강화로 에폭시 수지 주요 원재료인 ECH 의 생산량이 대폭 하락하여 ECH 의 가격이 더욱 상승하였다. 그 결과 2009 년 대비 BPA 가격은 KG 당 1,450 원에서 2,026 원, ECH 는 1,693 원에서 2,247 으로 상승하였다.

2.4. 환경 규제

에폭시 수지의 주재료인 BPA 가 환경호르몬으로 규제 시작

에폭시 수지의 주재료인 비스페놀-A(BPA)는 플라스틱류를 제조할 때 사용되는 물질인데, 환경호르몬으로 분류된다. 그동안 미 보건국은 BPA 의 위험성을 인정하지 않았지만 캐나다에서 BPA 를 규제하는 것을 시작으로 점점 그 위험성을 인정하는 분위기가 형성되고 있다. 2008 년부터 유아용품에 BPA 사용을 금지해 온 캐나다는 얼마전에 BPA 를 독성 물질로 등록 하였다. 현재는 젖병 또는 물통 등 직접 식생활과 관련된 물건에서만 BPA 가 규제되고 있으나 건설업에 들어가는 BPA 가 함유된 에폭시 수지까지 그 규제가 될 것인지 이슈가 되고 있다. 국내에선 아직 BPA 에 대한 공식적인 논의가 없었지만 향후 추이에 따라 에폭시 수지 시장이 영향을 받을 것으로 보인다.

국내에서도 노닐페놀 규제 시작

또한 우리나라에서도 환경호르몬 규제가 시작되고 있다. 에폭시 수지 중 일부에 들어가는 nonyl-phenols 도 규제 대상이다. 2007 년 규제 심사를 마친 노닐페놀은 올해 1 월부터 에폭시 수지로 가공되어 페인트에 들어가는 것이 금지되었다.

3. Investment Point

3.1. Capa 증설로 인한 수혜

생산설비 30%증가

동사는 지난 7월 부산공장에 7.2만톤규모의 생산 설비 증설계획을 발표했고, 2011년 2월 이후부터 가동에 들어갈 수 있을 것으로 보인다.(표1참조) 현재 동사는 자회사 국도정밀화학까지 포함해서 23.8만톤의 생산능력을 가지고 있는데 증설에 따라서 약 30%를 추가 생산이 가능하다.

생산증가가 매출증가 때 이어질 것

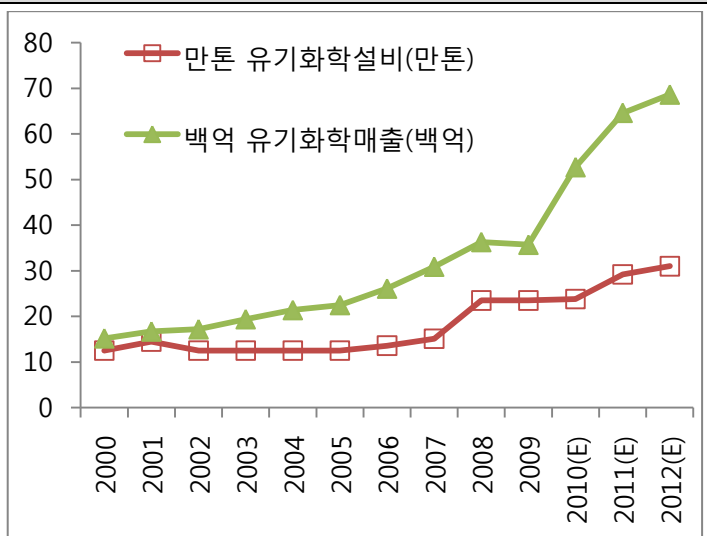
물론 생산만 많이 한다고 매출이 증가하는 것은 아니다. 하지만 지금은 생산규모 증가가 곧 매출량의 증가로 이어질 수밖에 없는 상황이다. (차트11참조) 에폭시 수지는 쓰이는 않는 분야가 없을 만큼 그 사용처가 많은데, 특히 중국에서 건설, 도로, 전기/전자 수요가 급격히 증가하고 있으며 공급이 부족한 상황이기 때문이다. 현재 동사의 평균 가동률은 99%(상반기 기준)에 육박하여 없어서 못 파는 상황에 있다.

표1. 공장 규모와 증설계획

(단위: 만 대)

차트11. 유기화학설비 및 매출

사업소	증설전생산규모	증설후생산규모
본사공장	15,000	15,000
익산공장	129,000	129,000
부산사업소	33,000	105,000
시화공장	61,000	61,000
합계	238,000	310,000



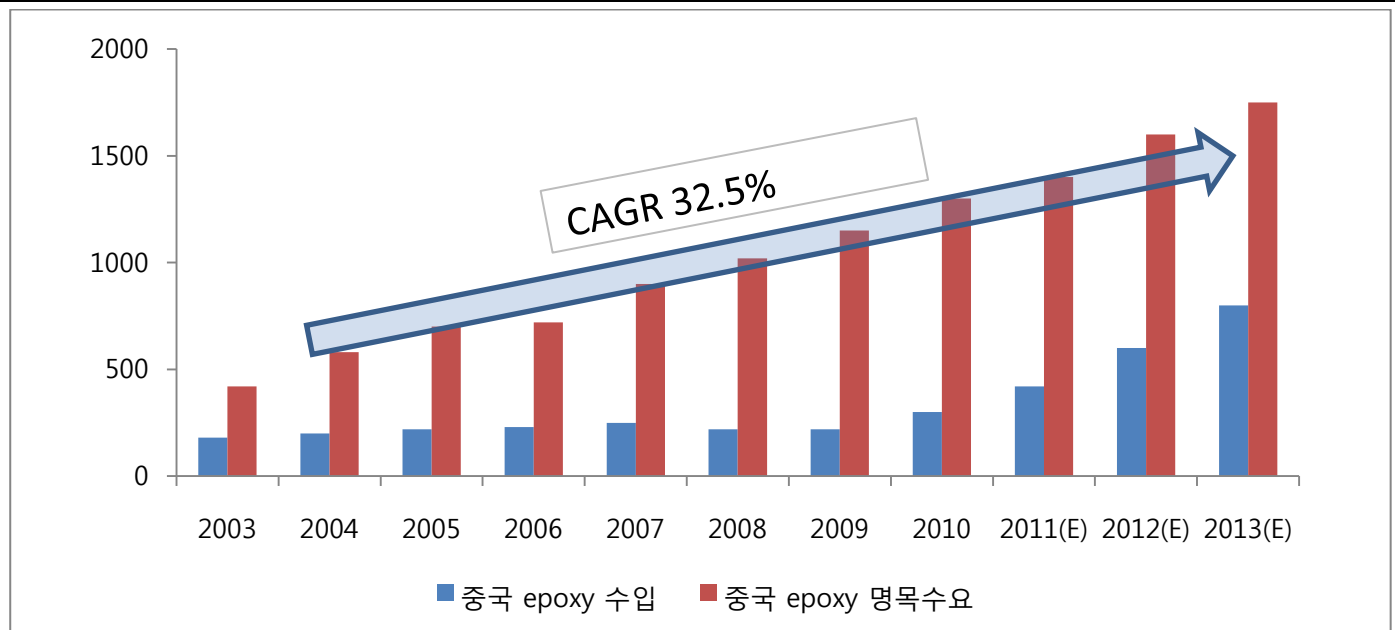
출처: 사업보고서, SMIC Research team 3

출처: 사업보고서, SMIC Research team 3

얼마나 초과수요가 발생하고 있으며, 초과수요는 언제까지 지속될 수 있을까? 현재 초과수요를 이끌고 있는 중국 및 신흥시장의 수요는 앞으로도 큰 폭으로 성장할 것으로 예상되며, 에폭시 수지도 사용처가 점차 증가하고 있다. (차트12참조) 그러나 공급은 이런 수요 증가만큼 증가하지 못하고 있으며, 환경규제와 전력관리문제로 2011년부터 2013년까지 중국의 에폭시 수지 생산규모 증설계획이 없기 때문에 당분간 중국으로부터의 수요 증가가 지속될 것으로 예상되며, 당사는 Capa 증설로 그 증가분을 차지하게 될 것이다.

차트12. 중국 에폭시 수지 수입 및 명목수요

(단위 : 천톤)



출처: 한국무역협회

에폭시 수지는 현재 과부족 상태에 있으며 동사의 증설분이 포함되는 내년에는 여유가 있는 편이지만 2012년부터는 8천톤정도의 공급부족이 발생한다. (Appendix 참조)

3.2. Spread 확대로 인한 마진율 증가

원재료 가격이 증가했으나 오히려 마진율은 증가

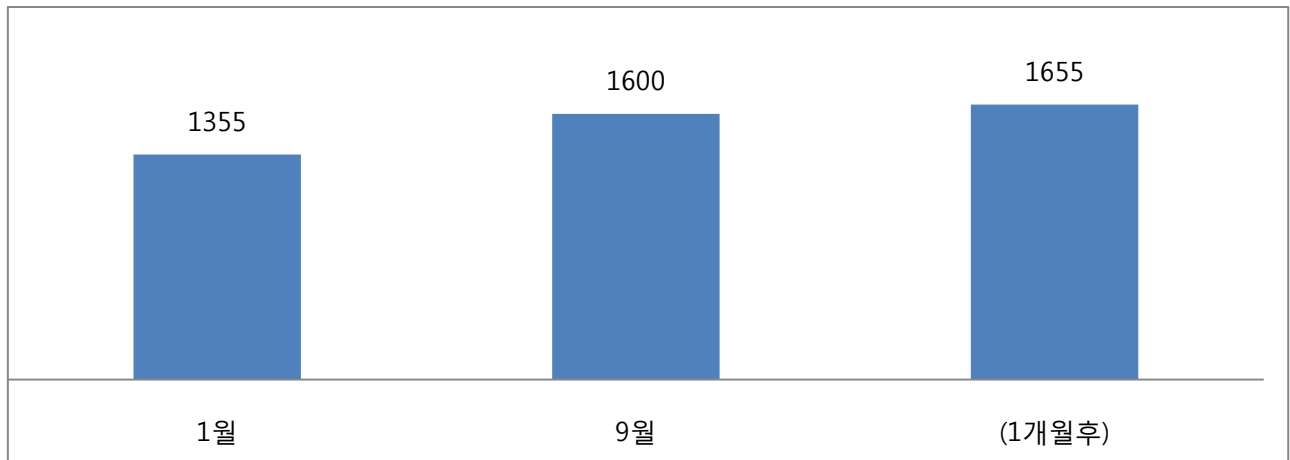
에폭시 가격은 지난 9월 \$3,654/톤(한국무역협회 평균 수출가격 기준)였다. 1월 평균가격보다 약 25%상승했다. 동기간 동안 에폭시 수지의 원재료가격은 각각 BPA 25%, ECH 39%급증했다.

합성비율이 제품의 특성을 결정짓는 영업비밀이므로 각 제품의 합성비율은 알 수 없었으나, 사업보고서상의 원재료비와 단위당 가격으로 추정한 평균적인 합성비율은 BPA:ECH = 6:4이다.

위의 비율로 합성된 원재료의 기준가격의 동향을 보면, 연초 대비 스프레드가 커진 것을 확인할 수 있다. 원재료가격의 상승에 대한 가격전가가 1개월 정도 후에 반영됨을 고려할 경우 스프레드 폭은 더욱 커진다. (차트13참조)

차트13. 2010년 에폭시 - 원재료 스프레드 확대

(단위 : \$/ton)



출처: SMIC Research team.3

- 10년 1월= 1355\$/톤
- 10년 9월=1600\$/톤 (약 18%상승 245\$/톤)
- 1개월 후 가격전가를 고려한 스프레드= \$1665/톤

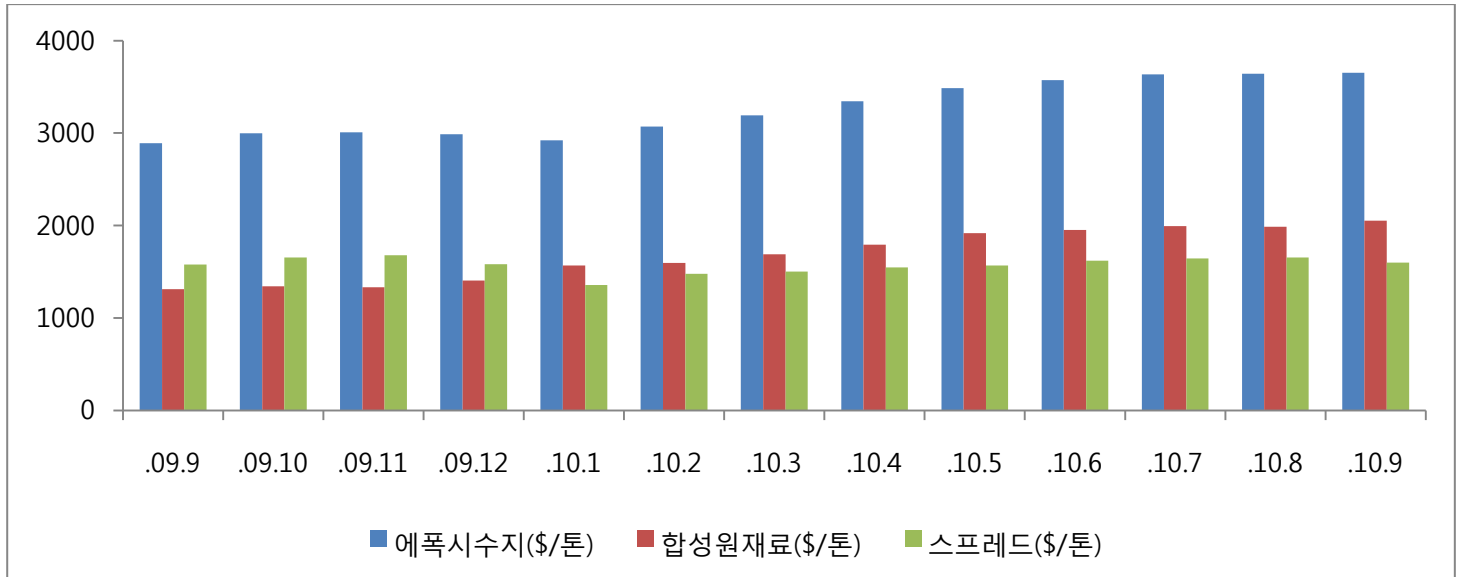
에폭시 수지에 대한 수요가 없는 상황이라면 원재료 가격 상승이 마진 하락으로 이어지겠지만, 현재는 에폭시 수요에 비해 공급이 부족한 상황이기 때문에 원재료가격 상승은 오히려 에폭시 수지 가격을 인상하여 마진을 확대할 기회가 된다. (차트14참조)이로서 동사는 Capa 증설과 함께 마진확대로 P와 Q를 동시에 얻을 수 있기 때문에 이익

이 큰 폭으로 증가할 것으로 보인다.

원재료 조달에는 제한이 없다

차후에도 BPA와 ECH의 가격 상승은 지속될 것으로 예상된다. BPA는 환경규제와 미미한 증설효과로 인하여 글로벌 공급여력이 제한적인 반면에 BPA를 원재료로 하는 에폭시와 폴리카보네이트(Polycarbonate, PC, 주로 전자재료에 사용)의 수요가 급증하고 있어 공급이 석유화학 제품 중에서 손에 꼽힐 만큼 타이트한 상황이며, ECH 또한 중국이 환경 규제와 전력난으로 인해 생산에 제한이 걸린 상황이기 때문이다. 동사는 두 원재료 모두 국내업체에서 대부분 조달 받고 있어서 원자재 조달에는 어려움이 없다.

차트14. 에폭시수지와 원재료 가격, 스프레드 추이



출처: 한국 무협 협회, SMIC Research team 3

3.3. 풍력발전시장의 바람을 타고

풍력발전 시장 연평균 21% 씩 성장할듯

세계 풍력발전 협회 GWEC는 글로벌 풍력 설치용량이 2010년 말에 158.5GW에서 2014년까지 409GW에 달할 것으로 전망한다. 이는 연평균 성장률로 환산할 때 21%에 달한다(지난 10년 동안 풍력산업은 연평균 29%씩 성장). 그리고 2009년에는 연간 시장 규모가 38.3GW에서 2014년에 60GW 이상이 될 것이다.(차트15참조)

조선/자동차 사업의 호황으로 인한 에폭시 수지 도료 증가

블레이드(풍력발전기 날개)는 풍력 발전기 부품의 22%를 이상의 차지하며 블레이드의 형태에 따라 전체 에너지 효율을 결정할 만큼 고도의 기술을 요하는 부품이다. 또한 에너지 효율을 높이기 위해 10~20m가 평균이던 블레이드의 길이를 50m이상으로 만들고 있다.(그림4,5 참조) 길이를 증가시키면서도 블레이드를 가볍고, 튼튼하게 만드는 재료적인 기술이 요구되고 있으며, 낮은 단가에 대한 요구도 커지고 있다.

블레이드용 에폭시 수지가 새로운 수요의 창출원이 될 듯

블레이드용 에폭시 수지는 동사에게 새로운 수요의 창출해 줄 것이다. 접착제 도료에서 출발한 에폭시는 전자재료 측에서 새로운 수요를 지속적으로 발생시키고 있으나, 2000년대 이후로는 획기적인 신규분야를 개척하지 못했었다. 이런 시점에서 차후 성장성이 주목 받고 있는 풍력시장으로의 진출은 긍정적인 요소라고 할 수 있다. 또한 2mw급

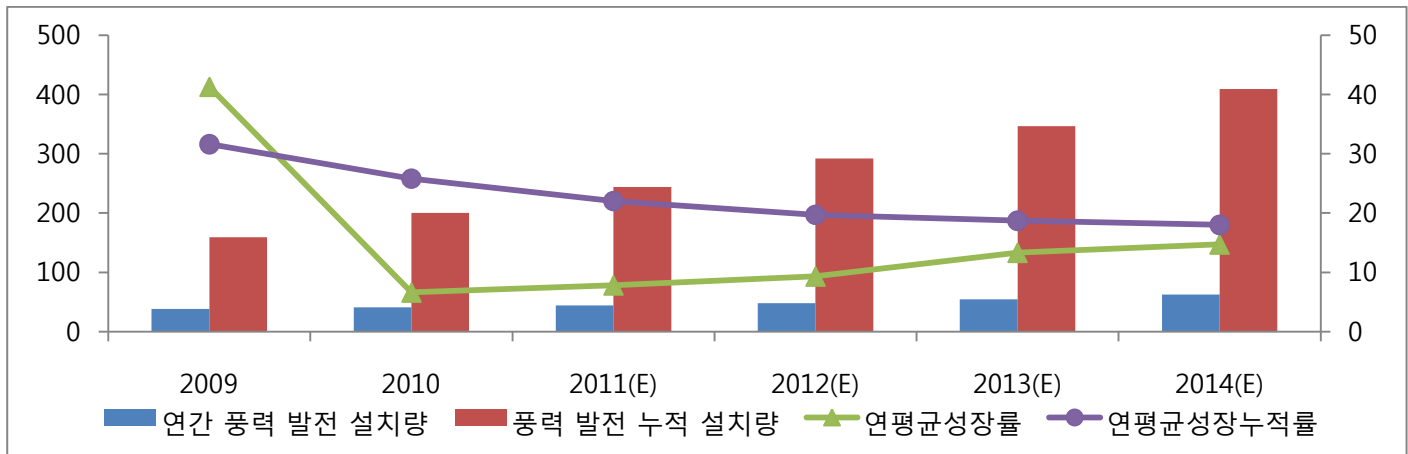
발전기당 9톤정도(평균 날개 3개 X 개당 3톤)의 에폭시 레진이 들어가며 Kg당 5~7달러로 현재 2010년 평균 에폭시 가격 \$3.4/kg 의 약 2배정도의 고가 제품이며 원재료비는 크게 차이가 없어 시장 진출만 성공한다면 동사의 이익이 큰 폭으로 증가될 것으로 기대된다.

지속적으로 제품 샘플을 제공하는 등 시장 진입을 목표로 하고 있다.

동사는 지난 09년 5월 11일 독일 GL(Germanischer Lloyd)사로부터 풍력 블레이드용 에폭시 수지 인증획득을 발표했다.. 원래 올해 정도에 첫 매출을 예상했으나 금융위기로 인한 풍력발전시장 성장둔화와 초기 진입장벽으로 아직까지는 매출을 내고 있지는 못하고 있다. 하지만 풍력발전기의 규모가 커지면서 낮은 단가의 매력이 커지고 있어 동사의 시장진출가능성을 너무 낮게 평가할 필요는 없다. 동사는 지속적으로 제품 샘플을 제공하고 있으며, 마진을 낮추는 한이 있더라도 시장에 진입하는 것을 목표로 하고 있다. 내부적으로는 내년 정도에 첫 매출이 발생할 것으로 예측하고 있다.

차트15. 풍력발전시장 전망

(단위: GW/ %)



출처: 세계풍력발전협회(GWEC)

그림4. 풍력발전기 대형화 추세



출처: 한국에너지 기술연구원

그림5. 비행기크기에 육박하는 대형 블레이드



출처: 한국에너지 기술연구원

4. RISK

동사는 주요수출 지역인 북미, 유럽의 경기 부진, 유가 상승에 따른 원료 가격 상승 압력 때문에 과거 실적이 악화 된 사례가 있다. 게다가 최근에는 세계적으로 환경에 대한 관심이 커짐으로써 환경 규제 또한 동사의 위험요소로 작용할 수 있다. 그렇다면 지금도 동사에게 이런 위험이 존재할 가능성이 있지 않은가? 하나씩 위험이 될만한 요소들을 짚고 넘어가 보자.

4.1. 주요 수출국의 경기 부진?

4.1.1. 경기 악화는 막았지만 성장은 다소 더딜 듯

미국 경기는 하반기 호전될 가능성이 높지만 속도는 빠르지 않을 전망

미국은 민간부문의 자생적 회복능력이 취약하여 1.9% 성장에 그칠 전망이다. 고용상황 악화가 장기화될 가능성이 높고 수요부진과 설비과잉으로 기업의 적극적인 투자 확대도 기대하기 어려운 상황이다. 2009년 2월 시작된 1차 경기부양책의 효과가 크게 감소하겠지만 재정건전화 요구 등으로 대규모의 경기부양정책 실행은 어려울 전망이다. 가운데, 하반기에는 민간부문을 중심으로 경제상황이 다소 호전될 가능성이 높지만 회복 속도는 여전히 빠르지 않을 전망이다.

4.1.2. EU의 고강도 재정긴축, 역시 더딘 성장

EU는 고강도 재정긴축

EU는 고강도 재정긴축과 역내 교역 감소 등으로 2011년에도 부진이 지속될 전망이다. 유로지역은 재정긴축 본격화와 수출 감소로 1% 성장에 그칠 전망이며, 영국 역시 고강도 재정긴축으로 인해 1.1% 성장에 그칠 전망이다.

4.1.3. 하지만, 과거와는 다른 양상

미국 경기는 어떤 경
우든 현재 전망보다는
좋을 것

미국의 더딘 경기 성장률은 과거 동사의 실적에 악영향을 끼쳤던 미국 경기의 모습과는 다르다. 지금의 미국 경기는 현재 형성된 컨센서스에 비해서는 높은 성장률을 보일 것으로 기대된다. 펀더멘털이 부족하다면 고용 및 건설 대책 위주로 진행될 2차 경기 부양책으로 해결하려 할 것이기에 어떤 경우든 현재 전망보다는 좋을 것이라는 게 대다수의 전망이다.

유럽 경기도 소프트
랜딩

유럽경기도 마찬가지이다. 2009년 (-) 성장률을 달성했던 것에 비하면 2011년의 1.0~1.5 %의 성장 예상은 2010년에 이어 유럽의 경기가 소프트 랜딩 하는 것으로 보아도 무방할 것이다.

4.1.4. 오히려 중국 시장이 수요를 견인

중국이 에폭시 수지
시장 수요를 견인

주요 수출국의 경기가 과거만큼 악화 되지 않고 소폭 상승을 전망하는 가운데, 그렇다면 세계 경기를 이끌고 있는 중국으로 시선을 돌려야 할 것이다. 중국에서의 에폭시 수지 수요는 2013년까지 초과수요상태로 동사의 실적에 악영향을 끼치는 경기 요인은 없을 전망이며, 오히려 동사의 매출 확대의 기회로 작용 하고 있다.

표2. 세계 경제 성장률

(단위 : %)

구분	2009	2010	2011
세계(시장환율기준)	-1.9	3.6	2.9
선진국	-3.3	2.5	1.6
미국	-2.6	2.6	1.5
유로지역	-4.0	1.5	1.0
영국	-4.9	1.3	1.1
일본	-5.2	2.6	1.1
신흥국	2.0	6.4	5.7
BRICs	4.9	8.4	7.4
ASEAN5	1.9	6.1	5.4

출처: 삼성경제연구소

4.2. 환경 규제가 동사의 발목을 잡는다 ?

중국의 에폭시 수지 과수요 발생은 중국 정부의 환경 규제에 의한 증설 불가 방침에 의한 결과이다. 그렇다면 동사에게는 이러한 문제가 발생하지 않을 것인가?

4.2.1. ISO-14001 획득 및 친환경, 고부가가치 제품 개발

국제 환경 경영체제인
증서 획득

동사는 에폭시 수지, 경화제 등을 생산하는 회사로서 생산제품의 원료가 화학물질로 구성되어 있어 1996년도에 국제환경 경영체제인증서 ISO-14001을 획득하였고 이에 따라 사업활동 전반에 걸쳐 수질, 대기, 폐기물분야의 오염물질 발생감소 및 자체 환경관리 시스템을 운영함으로써 지속적으로 적극 대처하고 있으며, 환경정책 관련 시행부서가 별도로 있어 폐기물관리 및 산업안전, 보건분야까지 엄격하게 관리하고 있다.

친환경, 고부가가치 제
품 개발

동사의 최근 중점적으로 추진하고 있는 연구분야는 신 성장동력사업의 기반구축을 위한 고부가가치 제품이다. 고순도 제품의 개발과 친환경 제품군의 개발, 환경 규제 변화에 대응하는 제품의 변환, 복합재료용 수지의 시스템화, SYSTEM POLYOL 제품의 개발에 총력을 기울이고 있으며 이를 위해 전문인력의 확보와 R&D 투자를 확대해 나가고 있다. 그 결과로 동사는 'Low BPA 에폭시 수지'와 'n=0 free 에폭시 수지'를 개발하여 친환경 제품을 생산해 내었고 이는 고부가가치 제품으로 매출증대가 기대되고 있다.

4.2.2. nonyl-phenols 규제도 해결

우리나라에서도 환경호르몬 규제가 시작되고 있다. 에폭시 수지 중 일부에 들어가는 nonyl-phenols 도 규제 대상이다. 2007년 규제 심사를 마친 노닐페놀은 올해 1월부터 에폭시 수지로 가공되어 페인트에 들어가는 것이 금지되었다. 동사는 'Nonyl phenol free 타입 경화제'를 개발, 'TH-452N, KH-531N, H-4165N, KH-512N Nonyl phenol'의 수입 사용이 금지됨에 따라 이를 대체한 제품의 개발을 진행하였으며 기존제품의 시장을 막았다.

4.3. 환율 RISK

매출총액의 64%가
수출, 원료매입액의
50%도 수입

동사는 2010년 반기 기준 매출총액의 45%가 직수출이고, 19%가 LOCAL수출을 차지하고 있으며, 원료매입액의 50%정도가 수입원료로 조달하고 있다. 이로 인해 환율 변동에 따라 제품 판매가격과 원재료 구입가격의 변동을 초래함으로써 매출총이익이 변동될 수 있으며, 또 외화표시 자산 및 외화표시 부채에 대하여 급격한 환율변동이 있을 경우 영업외손익에 영향을 줄 수 있는 리스크가 발생할 수 있다. 동사의 경우 수출에 의한 외화유입이 수입에 의한 외화유출보다 큰 편이며 원화 가치가 상승할 경우보다 원화 가치가 하락 할 경우가 회사손익에 좀 더 유리하게 작용 할 수 있다.

**대폭적인 원화 강세는
힘들며 수입액 결제를
수출 금액으로 환 위
험 관리**

2010년 하반기 및 2011년의 원화는 원화의 저평가, 경상수지 흑자 및 달러화 약세기조 등의 영향으로 강세가 예상되나 간헐적인 글로벌 금융불안 등으로 강세폭은 제한적일 것으로 예상된다. 국내적으로 원화의 저평가, 경상수지 흑자 지속, 점진적인 위안화 절상 등에 따라 향후 원화 강세 압력은 고조될 전망이다. 향후 국내 달러화 유입 규모는 2010년 상반기에 비해 줄어드나, 여전히 경상수지 흑자 등으로 공급 우위를 기록할 전망이다. 하지만 간헐적인 글로벌 금융 불안에 대해 국내적으로는 추가 외환시장 안정화 조치 시행 및 한반도 리스크 등으로 대폭적인 원화 강세가 나타나기는 어려울 전망이다. 당사는 수출에 의해 획득한 외화를 대부분 수입원료 구입대금으로 결제하는 방식으로 위험 관리를 함으로써 원화 가치 상승에 따른 회사손익을 관리하고 있다.

4.4. 중국과 대만의 경제협력기본협정(ECFA)

중국과 대만 사이에 맺은 경제협력기본협정(ECFA)이 12일부터 발효돼 `차이완 (Chiwan)` 시대가 본격적으로 열렸다. 12일 중국 현지 언론들에 따르면 야오젠 중국 상무부 대변인은 전날 양안(중국·대만) 간 ECFA가 중국 해협양안관계협회(해협회)와 대만 해협교류기금회(해기회) 상호 통지를 거쳐 이날부터 효력이 발생하는 것으로 결정했다고 밝혔다. ECFA는 지난 6월 29일 중국 충칭시에서 서명된 바 있다. 중국과 대만은 수백 종에 달하는 상품·서비스 관세를 줄여 나가 궁극적으로는 완전히 철폐하는 것을 목표로 하고 있다. 이번 협정으로 관세 폐지 또는 감면을 거쳐 2년 내에 관세를 완전히 철폐하는 조기수확 대상 품목으로 대만은 539개 품목을 포함시켰고, 중국은 267개 품목을 넣었다. 대만의 조기수확 품목 가운데 108개 품목은 ECFA 발효 직후부터 무관세 혜택을 받고, 나머지는 2년간 3단계를 거쳐 무관세 혜택을 입게 된다.

4.4.1. Nanya 로 인해 타격을 입을 동사?

Nanya 는 앞의 경쟁사 분석에서 확인 할 수 있듯이 동사와 비슷한 수준의 생산능력을 지녀 동사와 4위를 다투는 에폭시 수지 생산 업체이다. ECFA 덕분에 Nanya가 수혜를 입을 것으로 예상되는 가운데, 동사의 대중 수출에 타격을 입게 되는 것은 아닌가?

당장은 동사에게 피해가 가지 않을 것으로 보인다. ECFA 의 에폭시 제품의 효력은 2012년부터나 가능할 것이기 때문이다. 따라서 2012년까지의 중국의 에폭시 수지 초과 수요분에 대한 동사의 수혜에는 지장이 없을 것이라는 판단이다.

그렇다면 2012년 이후 동사의 대중 수출 경쟁력에는 어떤 영향이 있을 것인가? 2012년 중국의 에폭시 총 수입 예상량은 60만톤에 달하는 것으로 추정하고 있다. ECFA 발효 이후 앞에서 추정한 바와 같이 약 18% 가량을 한국에서 수입한다고 가정하면 한국으로부터 수입하게 되는 에폭시 수지량은 약 11만톤에 해당한다.

동사는 부산 공장 증설 이후 31만톤의 생산능력을 보유하게 되는데 이중 65% 인 약

20만톤 가량을 해외에 수출을 하게 된다. 동사는 세계 65개국에 수출을 하고 있는데 동사의 최대 수출국인 미국과 EU로의 수출 비중이 30%, 약 6만톤인 점을 감안하면 동사가 중국을 포함한 63개국으로 수출 하는량은 14만톤이 된다.

동사가 65개국에 수출하고 있고, 최대수출국인 미국과 유럽에 6만톤을 수출하는 점을 감안하면, 중국에 필요한 11만톤은 동사가 중국에 납품할 수 있는 공급능력에 비해 충분한 과수요가 발생한 것을 직관적으로 알 수 있다. 게다가 중국의 에폭시 수요는 2012년 이후에도 계속 증가할 전망이며, 국내의 자동차산업, 선박 도료등에 쓰이는 에폭시 수요 역시 증가할 것으로 예상되기에 ECFA 에 따른 동사의 경쟁력 악화는 우려할 정도는 아니라고 판단 된다.

5. Valuation

1. DCF Method

상기의 리서치 내용을 바탕으로 동사의 주식에 대한 적정주가를 예측하기로 한다. 동사의 경우 37년간의 축적된 기술을 가지고, 현재 60%가 넘는 시장점유율을 바탕으로 안정적인 영업현금흐름을 창출하는 기업이기 때문에 DCF 방법을 사용하는 것이 적정하다.

매출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014	10년 평균치
영업이익률	5.21%	6.18%	6.30%	6.50%	6.30%	6.10%	5.33%
유,무형자산 상각비	2.45%	1.53%	2.28%	2.28%	2.47%	2.28%	1.41%
영업용운전자본	11.78%	7.36%	6.58%	6.58%	7.14%	6.58%	21.35%
순무형고정자산	16.19%	13.18%	13.71%	13.71%	14.86%	13.71%	16.80%
순무형고정자산	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
기타영업용순자산	-0.68%	-0.36%	-0.36%	-0.36%	-0.36%	-0.36%	-0.74%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
예상매출액	405,235,601	594,612,117	739,241,525	850,127,754	784,681,057	902,383,215
매출액성장률(해외저)	-8.0%	61.2%	25.0%	15.0%	-8.0%	15.0%
매출액(해외제품)	226,741,000	365,506,492	456,883,115	525,415,582	483,382,336	555,889,686
매출액성장률(국내저)	11.1%	45.1%	25.0%	15.0%	0.0%	15.0%
매출액(국내제품)	130,165,000	188,869,415	236,086,769	271,499,784	271,499,784	312,224,752
매출액성장률(해외싱)	-44.0%	83.0%	15.0%	15.0%	-44.0%	15.0%
매출액(해외상품)	21,987,000	40,236,210	46,271,642	53,212,388	29,798,937	34,268,778
매출액성장률(국내싱)	-12.0%	42.7%	15.0%	15.0%	-12.0%	15.0%
매출액(국내상품)	26,343,000	37,591,461	43,230,180	49,714,707	43,748,942	50,311,284
가중평균성장률		56.0%	23.8%	15.0%	-7.9%	15.0%
예상EBIT	21,128,102	36,747,029	46,572,216	55,258,304	49,434,907	55,045,376
NOPLAT	15,317,874	27,854,248	36,093,467	43,101,477	38,559,227	42,935,393
(+)유,무형자산 상각비	9,925,877	9,104,998	16,854,707	19,382,913	19,403,593	20,574,337
총현금유입	25,243,751	36,959,246	52,948,174	62,484,390	57,962,820	63,509,731
영업용 운전자본	47,723,510	43,763,452	48,605,130	55,895,900	56,002,687	59,331,696
순유형고정자산	65,619,393	78,381,769	101,329,314	116,528,712	116,603,605	123,691,472
기타 영업용 순자산	(2,774,072)	(2,140,604)	(2,661,269)	(3,060,460)	(2,824,852)	(3,248,580)
IC	110,568,831	120,004,617	147,273,175	169,364,151	169,781,440	179,774,589
예상ROIC(평균)	11.7%	24.2%	27.0%	27.2%	22.7%	24.6%
예상ROIC(기초)	10.1%	25.2%	30.1%	29.3%	22.8%	25.3%
IC증가액		9,435,786	27,268,558	22,090,976	417,289	9,993,149
(+)유,무형자산 상각비		9,104,998	16,854,707	19,382,913	19,403,593	20,574,337
총투자액		18,540,784	44,123,264	41,473,889	19,820,882	30,567,486
예상 FCFF		18,418,461	8,824,910	21,010,501	38,141,938	32,942,245
할인기간		0.10	1.10	2.10	3.10	4.10
현재가치	0	18,291,747	8,179,569	18,175,017	30,793,531	24,821,511

투입요소에 대한 가정

(1) 영업이익률

동사의 영업이익률은 10년도 3분기까지 나온 영업이익율을 기초로 추정하였다. 우선 2분기 영업이익률 7.5%, 3분기 영업이익률이 6.8%를 기록하였고, 3분기까지의 누적 영업이익률은 5.78%를 기록했다. 1분기에는 영업이익이 원재료가격 상승과 환율하락의 영향으로 전년동기대비 69.7%감소하였고, 법인세비용차감전순이익은 전년동기대비 68.8% 감소하여 영업이익률은 2.17%를 기록하였다. 하지만 Research 3 team의 논리와 같이 계속되는 에폭시 수지의 초과 수요로 원재료 가격을 효율적으로 제품 가격에 반영하여 영업이익률을 2,3분기와 같이 유지할 것으로 가정하였다. 2011년부터 부산 공장 증설을 완료하여 영업이익률 개선이 계속적으로 이루어질 것이라 판단하였다. 그러나 2012년 이후에는 수요와 공급의 일치가 이루어지고, 타기업간의 경쟁이 심화될 것이라 판단하여 -0.2%씩 감소시켰다.

(2) 매출액 성장률 및 영구성장률

동사의 에폭시 수지 제품은 경기에 다소 민감한 영향을 받는다. 실제로 5년간 년

15%씩 매출이 꾸준히 증가하던 기업이 경기가 안 좋았던 09년에는 매출액 성장율이 -6.5%를 기록하였다. 하지만 위기는 바로 기회일뿐, 동사는 2010년에 전년대비 약 56%의 매출액 성장율을 기대하고 있다. 좀더 정확한 추정을 위해 제품과 상품을 해외와 국내 부문으로 나누어보았다. 2010년은 3분기까지의 실적을 이용하여 추정하였다. 2011년에는 부산 공장이 완공되어 생산에 들어가므로 생산 능력 30%를 더해서 보수적으로 25%의 매출이 증가할 것으로 판단하였다. 부산 공장은 에폭시 수지 생산능력을 개선하기 위한 것이므로 상품 부문은 과거 5년간 연평균 성장률인 15%를 추정하였다. 또한 경기를 쉽게 예측할 수가 없으므로 불황이 온다고 판단하여 보수적으로 2013년에는 -7.8% 매출액성장률을 보일 것으로 판단하였다.

(경기호황불황주기 2년으로 가정). 풍력발전과 연관된 사업은 성공을 가늠할 수 없어 보수적으로 Valuation에 반영하지 않았다. 과수요해소와 경쟁사 등장으로 인하여 영구성장율은 0%로 가정하였다. 동사는 지속적으로 공장을 확장할 것이고, 과수요에서 오는 이득을 충분히 얻을 수 있는 기업이다. 위에 매출액성장율 추정은 07년까지 동사의 5년평균 매출액성장률이 15.81%인 것을 보아도 무리가 없는 가정이라 판단된다.

(3) FCFF를 산정하기 위한 요소

1) 유무형자산 상각비율과 순유형고정자산 비율

동사의 현재 공장가동율은 평균 99%정도이다. IR 확인 결과, 폭발적인 에폭시 수지 수요에 따라 계속적으로 공장을 증설할 계획을 가지고 있다. 2010년에는 매출액이 크게 증가하여 유,무형자산 상각비가 1.53%를 기록할 것으로 보인다. 2011년에는 부산 공장 증설이 완료되어 유형자산 상각이 시작할 것이고, 유형자산 상각비 증가율과 매출액성장율을 감안하여 계산하였을 때, 2.28%를 기록할 것으로 추정하였다. 이후에도 역시 꾸준한 매출액 성장과 공장증설로 인해 유,무형자산 상각비/매출액은 2.28%를 유지할 것으로 가정하였다.

순유형고정자산 비율의 경우 2009년에 16.19%를 기록하였으나, 10년에 토지를 매입하여 순유형자산은 30.2% 증가하였고, 2010년 매출액이 크게 성장하여 13.18%를 기록할 것으로 추정된다. 후에 2011년에 공장 증설로 인한 순유형고정자산 증가분(30%)과 매출액 성장율(23.2%)을 이용하여 추정한 결과 13.71%가 나왔고, 이후에도 계속되는 공장 증설과 매출액 성장으로 인해 순유형고정자산 비율은 그대로를 유지할 것이라고 판단하였다.

2) 영업용 운전자본 비율을 비롯한 기타 추정치

현재 동사가 보유한 순무형고정자산은 없고, 앞으로도 없을 것이라 판단된다. 그래서 0%로 추정하였다. 영업용 운전자본은 영업용 운전자산과 비이자발생부채의 차로써 2010년에도 같은 값을 유지할 것이라 추정하여 10년 매출액 증가율을 이용하여 비율을 추정하였고, 11년에는 공장 증설로 인해 영업용 운전자본이 증가할 것이나, 마찬가지로

매출액도 증가할 것이므로 6.58%의 추정치가 나왔다. 이후에는 그대로의 값을 유지할 것으로 가정하였다.

기타영업용순자산의 경우 쉽게 예측이 안되고, Valuation에 미치는 영향도 크지 않으므로 5년간 평균치인 -0.36%를 그대로 적용하기로 한다.

(4) 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

자기자본 비용을 추정하기 위해 베타 값을 구해보았다.

52주 일별베타	0.38629	3년 일별베타	0.38629
52주 주별베타	0.27003	3년 주별베타	0.58132
52주 월별베타	0.33233	3년 월별베타	0.50894

보수적으로 추정하기 위하여 3년치 주별베타인 0.58132를 넣었다.. 한국시장 프리미엄은 7.0%, 3년만기국채수익률은 11/9일 기준 3.58%를 넣었다. 한계조달금리는 동사의 A급회사채 (국도화학48[KR6007691050])의 금리인 5.11%를 넣었다.

WACC	7.12%	자기자본비용	7.65%
영구성장률	0.00%	베타	0.58132
예상 ROIC(2단계)	24.57%	Adj.한국시장프리미엄	7.00%
FCFF추정(2단계)	42,935,393	3년만기국채수익률 11/9기준	3.58%
Terminal Value	603,148,258	WACC	7.12%
		차입금가치(이자발생부채)	54,138,063
		주주지분가치(시가총액)	319,583,880
		한계조달금리	5.11%
현재가치의 합			100,327,752
PV of TV			454,965,971
현금 + 시장성유가증권			71,067,258
비영업용자산			69,045,173
Value of the Firm			695,406,153
(-)Value of the Debt			54,138,063
전환사채			
신주인수권부사채 및 S/O 등			
우선주 현재주가			
우선주 발행주식수			
(-) Value of the preference			0
Value of the Equity			641,268,090
발행주식수			5,810,616.
희석주식수			0
목표주가			₩ 110,361
현재주가			₩ 55,000
기대수익률			101%

베타에 대한 민감도는 다음과 같다

베타	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
목표주가	117,900	108,800	101,100	94,500	88,000	83,800
기대수익률	114%	98%	84%	72%	61%	52%

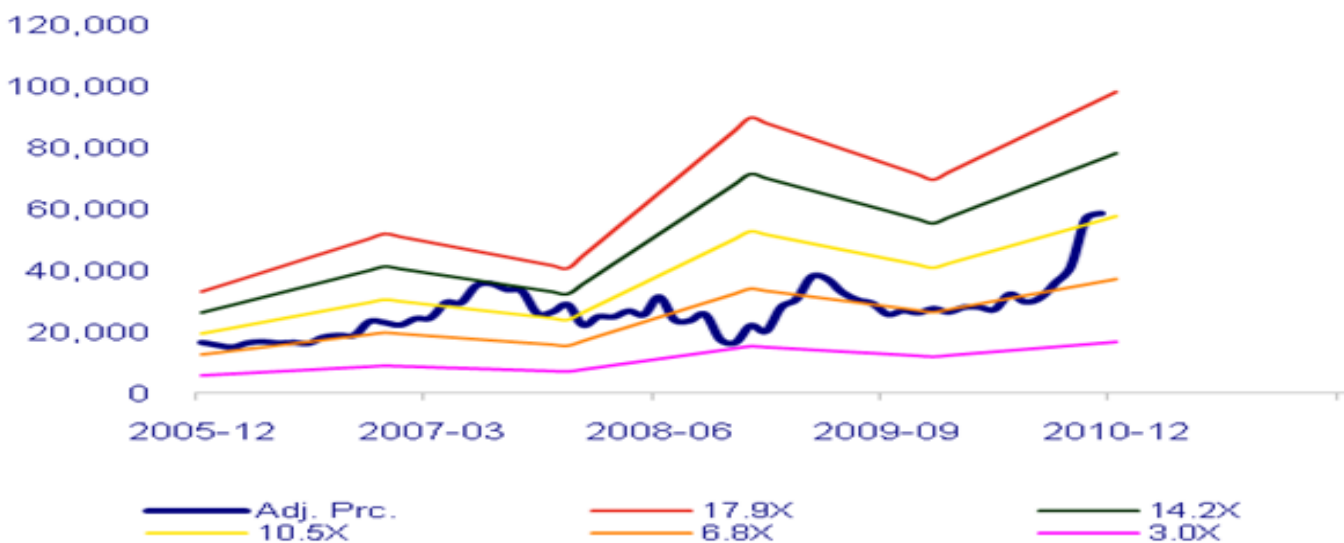
2. PER Method

그렇다면 DCF를 통한 상승여력이 101%나 되고, 보수적으로 코스피를 그대로 따라간다고 가정하여 Beta를 1로 추정하여도 52%의 상승여력을 보이는 기업의 가치는 왜 아직도 계속해서 저평가에 머무을까? 여기에는 기업의 가치 뿐만이 아닌 여러가지 요인들(유통주식수의 부족 등, 시장에 많이 알려지지 않음)이 있을 것이다.. 그러한 요인들을 배제하고 또 다른 시각을 제시하기 위해 PER Method를 이용하여 Valuation해 보았다.

2.1. 2011년 PER 추정하기

동사는 지속적으로 매출을 증대시켜왔으나 08,09년 경기불황으로 인해 매출이 감소하면서 PER가 3까지 떨어지며 시장에서 적절한 평가를 받지 못하였다. 그러나 현재 경기 호황과 화학주에 대한 관심으로 동사의 PER 역시 점점 증가하는 모습을 보이고 있다. 07년에 동사의 영업이익률이 4.41%, ROIC 11.1%인 상황에서도 에폭시 수지의 폭발적인 수요를 예상하며 PER가 14.4를 기록하였다. 2010년 영업이익률 6.18%, ROIC 25.2%와 Capa증설로 인한 점유율 확대 등 수혜가 기대되는 동사에 추정 PER는 그 때 이상을 기록할 것이다. 현재 PER 10과 07년 최고 PER인 14.2의 중간값인 12.35를 2011년 PER로 추정하였다.

PER Band



2. 2011년 EPS 추정하기

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	평균
영업이익대비 영업외수익 비율	52.35%	43.42%	30.64%	41.07%	21.08%	37.05%	34.94%	47.09%	156.02%	83.16%	54.68%
영업이익대비 영업외비용 비율	48.76%	45.83%	25.01%	43.61%	31.63%	35.42%	27.56%	45.04%	70.19%	41.15%	41.42%
영업이익대비 영업외손익 비율	3.59%	-2.41%	5.63%	-2.53%	-10.55%	1.63%	7.38%	2.04%	85.83%	42.01%	13.26%
	2010		2011		영업이익대비 영업외손익						
영업이익	36,747,029		46,572,216								
영업외손익	3,307,233		3,260,055		10년 9% 11년 7%						
법인세차감전순이익	40,054,261		49,832,271								
법인세 비용	8,811,938		10,963,100								
당기순이익	31,242,324		38,869,171								
예상 EPS	5377		6689								

위에 DCF의 결과를 이용하여 영업이익을 가져왔고, 영업외손익은 특별한 변화 요인이 없으므로 10년과 같은 값을 이용하였다. 법인세 비용은 22%로 추정하였고 2011년 예상 EPS는 6689원으로 추정되었다.

예상 EPS	6689
추정 PER	12.35
적정주가	82600
상승여력	50.18%

적정주가는 82,600원으로, SMIC Research 3 team은 기업의 가치인 DCF의 결과를 바탕으로, PER Method를 이용한 Valuation을 통해 상승여력 50.18%로 동사에 대해 강력히 Buy를 제시한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

6. Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009	(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	3,204	3,883	4,332	4,052	유동자산	1,712	1,934	1,980	2,036
매출원가	2,814	3,492	3,852	3,572	현금 및 현금	424	473	603	711
매출총이익	390	392	481	480	매출채권	793	948	878	865
판매비	186	221	262	269	재고자산	454	480	447	436
인건비	51	51	61	64	비유동자산	805	963	1,347	1,371
감가상각비	6	5	4	4	투자자산	320	448	669	690
무형자산상각비	0	0	0	0	유형자산	479	494	652	656
연구개발비	0	0	0	0	무형자산	0	0	0	0
마케팅비	1	1	1	1	자산총계	2,516	2,897	3,326	3,408
기타 판매비	128	163	196	200	유동부채	872	832	788	978
영업이익	204	171	219	211	매입채무	341	381	174	435
영업외손익	15	3	188	89	단기차입금	237	320	294	130
이자손익	-0	-6	-4	-5	유동성장기	171	22	17	295
지분법손익	32	27	25	68	비유동부채	48	314	429	169
외환차손익	-4	0	17	19	사채	0	149	149	0
외화환산손익	-3	5	4	-1	장기차입금	33	149	239	117
기타 영업외손익	-10	-22	146	8	부채총계	920	1,146	1,217	1,148
세전계속사업이익	219	175	406	300	자본금	291	291	291	291
법인세비용	50	42	114	73	자본잉여금	640	650	650	650
당기순이익	169	133	292	227	이익잉여금	718	806	1,052	1,232
EPS	2,911	2,281	5,027	3,899	자본조정	-36	0	0	0
					자본총계	1,596	1,751	2,109	2,260
현금흐름표					주요투자지표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009		2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	23	9	102	407	Growth Ratios				
당기순이익	169	133	292	227	매출액성장	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
비현금수익비용가감	9	25	-95	35	EBITDA성장	35.7%	-7.9%	31.9%	9.7%
감가상각비	29	43	65	99	EBIT성장률	22.0%	-30.9%	14.5%	3.3%
무형자산상각비	0	0	0	0	총자산성장	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
외화환산손익	-3	5	5	-1	Profitability Ratios				
지분법평가손익	32	27	25	68	매출총이익	12.2%	10.1%	11.1%	11.9%
기타	-49	-50	-190	-131	EBITDA mar	7.3%	5.5%	6.5%	7.7%
영업활동으로인한 자산부채	-155	-148	-95	146	EBIT margin	6.4%	4.4%	5.0%	5.2%
투자활동 현금흐름	-198	34	-215	159	세전이익률	6.8%	4.5%	9.4%	7.4%
유형자산 투자	70	68	183	110	당기순이익	5.3%	3.4%	6.7%	5.6%
유형자산 처분	1	0	256	3	Stability Ratios				
무형자산 증감	0	0	0	0	부채비율 %	57.6%	65.4%	57.7%	50.8%
지분법자산 증감	0	107	41	0	순부채비율	1.1%	9.5%	4.6%	-7.5%
기타	-129	208	-247	265	유동비율 %	196.4%	232.5%	251.2%	208.1%
재무활동 현금흐름	88	204	13	-205	당좌비율 %	144.2%	174.8%	194.5%	163.6%
단기IBD 증감	141	-67	-31	114	이자보상배	1069.6%	584.9%	527.5%	719.7%
장기IBD 증감	-116	265	90	-271	Performance Ratios				
자본증감	-102	-51	0	0	ROE %	10.6%	7.6%	13.8%	10.0%
배당금 지급	-38	-45	-46	-46	ROA %	6.7%	4.6%	8.8%	6.6%
기타	203	101	-0	-0	ROIC %	2.9%	2.1%	2.4%	2.5%
순현금흐름	-87	247	-100	361	Per Share Ratios				
기초현금	122	35	282	181	BPS	27,473	30,140	36,304	38,898
기말현금	35	282	181	543	DPS	772	800	800	800

<중국의 해외수입증가추이 추정>

단위:만톤	2009	2010	2011	2012	2013
자국생산량-수출량	88.5	97.5	97.5	97.5	97.5
수입량	23.5	32.5	45.5	59.8	75.53
명목수요	112	130	143	157	173
해외의존도	21.0%	25.0%	31.8%	38.0%	43.7%
수입증가율		38.3%	40.0%	31.4%	26.3%

- 중국명목수요(생산량+수입량-수출량)증가율은 02년부터 10년 CAGR 14%임을 고려해 10%로 가정
- 자국생산량이 2010년 이후 일정함을 가정(규제와 전력난으로 설비신설 없음)
- 2010 중국명목수요 130만톤은 업계추정치
- 중국의 예폭시 수지수출량은 일정하다고 가정

(단위: 천톤)	한국생산능력	한국명목수요	명목수요증가율(Y/Y)	중국수입수요	중국수입증가율	대중국수출량	중국의한국 의존도	중국외지역수	총수입	총생산필요량	부족분
2002	207	165		162		26	16.0%	44	28.1	207	0
2003	207	158	-4.2%	199	22.8%	31	15.6%	50	31.8	207	0
2004	207	159	0.5%	259	30.2%	30	11.6%	52	33.7	207	0
2005	194	152	-4.5%	260	0.4%	25	9.6%	49	32.4	194	0
2006	207	150	-1.3%	275	5.8%	32	11.6%	61	35.6	207	0
2007	231	164	9.5%	282	2.5%	35	12.4%	74	41.9	231	0
2008	285	222	35.4%	242	-14.2%	41	16.9%	66	43.9	285	0
2009	367	280	26.1%	235	-2.9%	51	21.7%	65	29.2	367	0
2010	379	275	-1.9%	325	38.3%	65	20%	84	30.2	394	-15
2011	433	286	4.0%	455	40.0%	91	20%	84	30.2	431	2
2012	451	297	4.0%	597.9	31.4%	108	18%	84	30.2	459	-8
2013	451	309	4.0%	755.1	26.3%	136	18%	84	30.2	499	-48

- 2010년 한국명목수요 275 천톤은 업계추정치
- 2013년까지 생산능력은 2011년 증설분(코오롱 1.2만+동사 7.2만)까지만 반영
- 중국 2010 수입 2.71*12로 추정
- 2010년 한국 수출량, 수입량은 한국무역협회 3분기까지 실적을 단순 환산
- 수입물량중 한국의존도는 09년말 21%를 기준으로 10-11년 20%가정
- 12년이후 중국과 대만의 경제협정으로 인한 영향으로 18%가정
- 기타 지역 수출도 증가할 요인이 크지만 보수적으로 10년도와 동일하게 가정함
- 한국 명목수요 성장률은 4%가정(CAGR 6.6%)
- 중국 수입증가율은 중국명목수요증가율을 10%로 가정할 때 값임

중국의 2009년 예폭시 수지 명목수요(생산능력+수입-수출)는 112만톤으로서 전년대비 10.0% 증대되었고, 2010년은 130만톤으로서 전년대비 16.7%의 증대가 예상된다.

중국의 예폭시 수지 수입은 2009년 1.96만톤/월을 기록하였으나, 2010년 8월까지 2.71만톤/월로서 전년대비 38.3% 증대된 수치를 보이고 있다. 물론 금융위기로 인해 연기된 수요가 포함되어 있을 것이다. 그런데 올해 중국에서 10만톤 규모의 설비 증설이 있었다는 점을 생각하면 감안하면, 추가적인 설비증설이 없는 13년까지의 수입수요증가 폭도 상당할 것 생각된다. 10년 중국의 연간 수입수요를 2.71만/월 X 12 = 32.5만톤으로 가정하고, 중국내 명목 수요성장을 10%로 가정하면 수입수요는 연평균 30%정도 증

가하게된다. 2002년부터 2010년까지 명목수요의 CAGR이 14.0%였다는점을 고려하면 보수적인 가정이다.

중국의 에폭시 수지 수입수요의 약 20%를 한국에서 조달하고 있으며, 10년 기준 연간 수입 수요 32.5만톤 중 6.5만톤 정도의 물량이 된다. 외국업체가 큰 규모의 확장을 하거나 수요가 현재처럼 타이트하게 유지된다고 가정할 때 앞으로도 20%정도의 비중을 유지할 것이라고 가정할 수있다. 그러나 2012년부터 대만 중국간 에폭시 수지 관세가 없어짐을 반영하여 큰 변화는 없으리라 보겠지만 18%정도로 낮아질 것이라고 가정했다.

국내업체의 2010년 에폭시 수지 생산능력 37.9만톤/년 으로 추정되는데 2011년 동사의 7.2만톤을 더하면 2011년 이후 생산능력은 45.1만톤/년으로 추산된다.

이 수치는 국내 명목수요 성장률을 4%로 가정하고, 중국외 시장의 수출,수입이 고정되어있다고 가정하고 얻은 값으로서 현재 에폭시 수지의 주 수요산업인 IT전자, 자동차, 조선 등이 회복하고 있다는 점을 고려할 때 다소 보수적인 추정이라고 본다. 과부족분의 폭은 더 클수도 있고 그 시기도 더 빠를수 있다는 뜻이다. IR 확인결과 동사에서도 현재 시장추세라면 매년 증설을 해야 할 정도라고 판단하고 있다.